

宏观点评 20220721

中国资产如何定价美国衰退？

2022年07月21日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 如果美国衰退，中国的资产表现如何？我们在之前的报告《大类资产是如何为历次美国衰退定价的？》曾总结了海外大类资产在美国经济陷入衰退前后的表现（图1）。中国资产的表现如何？结合历史经验和经济政策环境的变化，我们认为美国衰退利多国内利率债，但由于周期错配，国内利率债的主要涨幅将出现在衰退开始前。股市方面，由于本轮美联储政策鹰派的持续性可能超市场预期，我国股市在衰退前期所受的冲击会更大，而由于稳增长着力点的变化，成长板块在衰退期间的表现可能会更好。

■ 研究中国资产对美国衰退的反应，最大困难在于样本少、而中国自身也在不断的结构性变化中。自2001年中国加入WTO、加快融入全球经济以来，20年间美国官方认定衰退次数仅2次，而这期间中国无论是经济结构还是对外开放的程度上都发生了较大变化，因此对于历史的经验，我们将采取更加开放的态度。

■ 除了官方的2次衰退外，我们把2015年末至2016年初由新兴市场动荡导致美国工业部门经历的小型衰退也纳入研究范围，结合ISM制造业PMI的数据，区间大致为2015年10月至2016年2月（图2）。

■ 从资产的直观表现来看，我们不难发现一些共性，例如在衰退期间，利率债往往上涨，权益和商品则倾向于下跌；在衰退结束后，商品价格往往迎来上涨，而债券随着经济复苏走熊，股市则在震荡反复中回升。这些特点和我们的常识基本相符（图3至5）。

■ 不过与这些共性相比，去寻找资产表现的不同点可能更加有意义。一方面，衰退的样本数量偏少且差异较大，共性规律的显著性存疑；另一方面，正如我们之前所说，过去20年间中国经济和政策发生了很大的变化，而这些变化可能是造成资产表现存在差异的重要原因。

■ 我们从中美经济周期以及政策的变化入手来比较这几轮美国衰退下资产表现的差异。

■ 2007至2008年以及2015至2016年是两个重要的分水岭。2008年金融危机之后中美之间的经济周期出现了明显的错位，中国在一定程度上领先美国，这一点在2015年至2016年尤其明显。与之相比，2007至2008年的金融危机中美差不多同时见顶回落（图6）。

2015年至2016年则代表着中国货币政策重心由外向内的转变。在此之前由外贸和跨境资金流动带来的外汇占款是我国货币投放的主要方式，货币政策操作往往受制于此，例如2008年经济下行压力较大，直到6月央行仍在进行上调准备金率的操作。而2015至2016年由于资金大量外流，央行大规模使用MLF、PSL等政策工具补充流动性投放，并频繁使用降准缓解资金外流的冲击。经此一役，结合2015年8月汇率制度的改革，央行货币政策的自主性大大上升。

■ 债市的“异常表现”鲜明地反映了上述变化。2008年美国衰退前中国国债涨得少，一个直接原因是中美经济一起下行的情况下，中国货币政策和传导更加滞后——美联储在2007年9月开始降息，中国央行则到2008年9月才开启首次降息。2016年衰退结束后，国债相较其他时期跌得更少，为对冲资金外流，央行继续降准、加大MLF操作，使得境内流动性充裕是重要原因。

本轮中国利率债的表现会像美债靠拢。当前中美周期依旧错位，而国内货币政策上更加以我为主，利率债的走势特征会向美国等成熟市场靠拢，即在美国衰退前和衰退中上涨，在衰退结束和进入下跌通道。不同之处在于，由于中国领先美国经济企稳，国内利率债的主要涨幅（或者收益率的主要跌幅）会出现在美国衰退开始前而非衰退期间。

■ 商品的表现需要考虑供需的因素。一般而言，商品价格在经济衰退3个

相关研究

《上半年2.5%，下半年增速为多少才合适？》

2022-07-15

《通胀爆表+就业强劲=美联储大幅加息》

2022-07-14

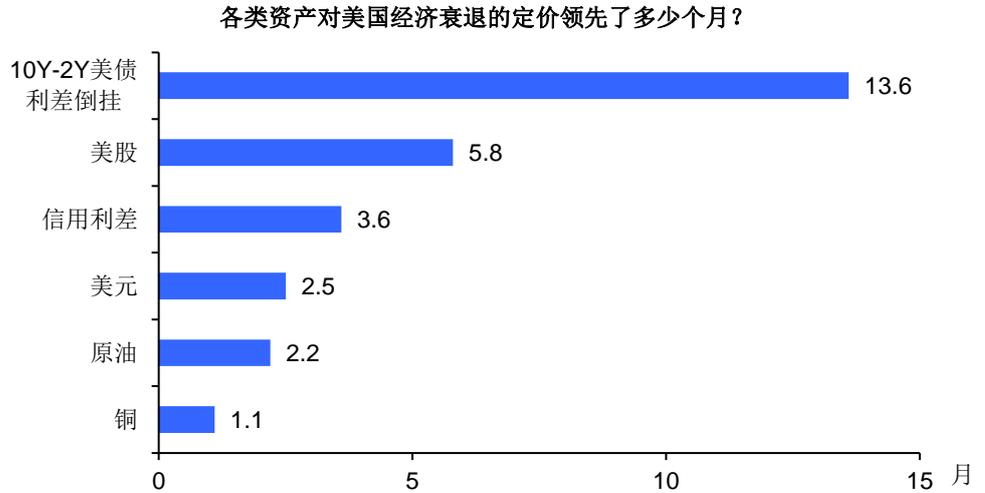
《中国出口：上半场绝地反击，下半场怎么看？》

2022-07-13

月之内以及衰退期间受需求（预期）拖累倾向于下跌，在复苏阶段在开始上涨。不过商品还受供给端因素影响，甚至阶段性成为主导因素。2008年衰退之前，供需偏紧+美联储提前转向宽松，大宗商品依旧上涨；而2016年美国衰退期间，中国开始推行供给侧改革、叠加全球产油量在长时间低油价下开始减少，商品价格反而上涨。

- **股市的影响因素更复杂，以史为鉴，不同阶段存在不同内外因素驱动股市变化，我们认为以下三点值得注意：**
- **衰退前：美联储前瞻性宽松（及其预期）是衰退前中国股市并不弱的重要支撑。**从三轮历史经验看，中国股市在美国进入衰退前一个月并未出现大下跌：一方面，确实存在由于周期错配，中国股市在之前已经大幅调整，例如2015年5月至8月，2019年4至9月；另一方面，**美联储货币政策（或其预期）提前转向对于中国股市而言是重要支撑**，例如2007年9月、2019年8月美联储均率先开始降息，而2015年12月虽然美联储最终开始加息，但是在当年8月至10月间人民币大幅贬值带来的全球动荡使得美联储政策引导异常谨慎，市场预期的转向给予股市支撑（图9）。
- **衰退中：出口受拖累，地产基建来托底。**美国衰退最直接的影响就是我国出口受冲击，往往需要通过内需来稳经济：地产、基建是主力，消费方面鼓励汽车和家电消费也是常见手段。**板块方面，地产或者上下游的建筑建材、建筑装饰和家电板块，基建相关的电力设备板块（也包含建材）表现较好；但是汽车板块受出口拖累，往往没有超额收益。**
- **衰退后：共振复苏，国内政策可能边际收紧，价值表现好于成长。**一般中国的复苏会早于且快于美国，已有的内需刺激叠加美国复苏的拉动，经济可能出现一定过热的迹象，政策在边际上会有所收紧，终端需求和出口相关的板块会出现超额收益，例如食品饮料、家电、汽车、电力设备等往往表现较好。而受政策边际收紧影响，成长板块往往并不突出。
- **结合历史，我们认为本轮可能有几点差异值得关注：**
- **一是美联储前瞻性宽松可能不会出现，**这一点我们在此前的报告中屡有说明，美联储本轮的加息模式可能更像1970至1980年代——加息要到衰退开始、通胀得到有效控制后才会结束，**这意味着国内股市在美国衰退前的表现可能不及此前稳健，在衰退前期所受的冲击也会更大；**
- **第二，稳增长抓手发生变化，保就业、保主体的重要性上升，**这意味着传统的地产链表现不及以往，但是互联网相关板块的困境反转逻辑更有吸引力，新基建和重大项目建设会有更大空间，叠加联储货币政策转向，**成长板块的表现在衰退中会更好。**
- **风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外疫情变异，货币政策重回宽松。**

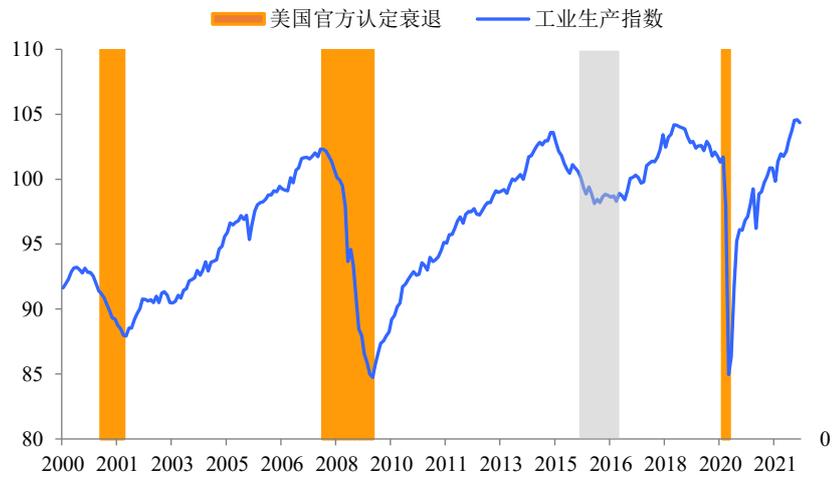
图1：大类资产定价对于衰退的领先性排序：美债>美股>信用利差>美元>原油>铜



注：剔除 2020 年新冠疫情造成的美国经济衰退

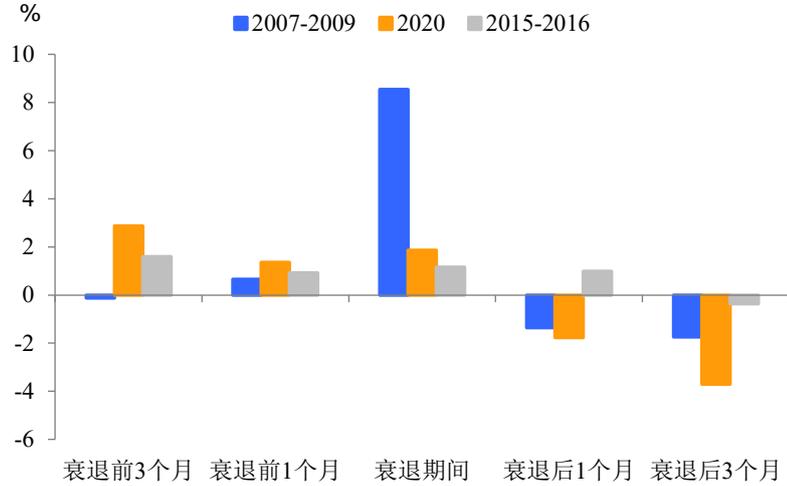
数据来源：Bloomberg, CEIC, NBER, 东吴证券研究所

图2：2015 年末至 2016 年初美国工业也出现了小型衰退



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

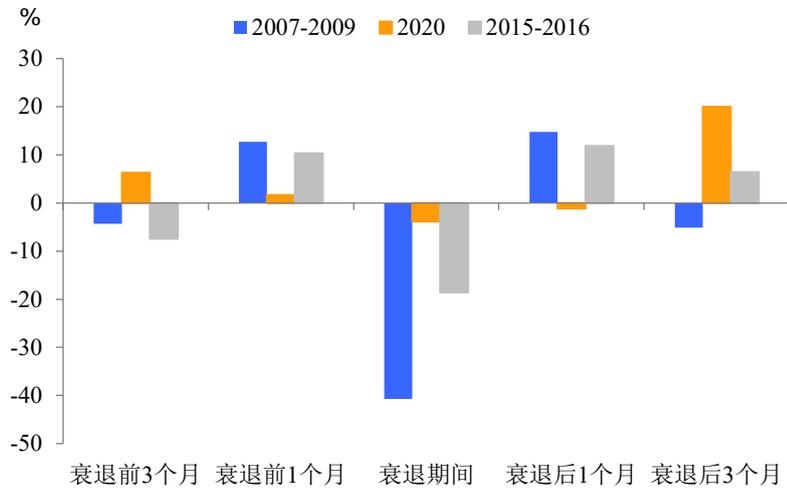
图3: 中国国债在美国衰退前后的表现



注: 上图中使用的是国债全价指数计算收益率。

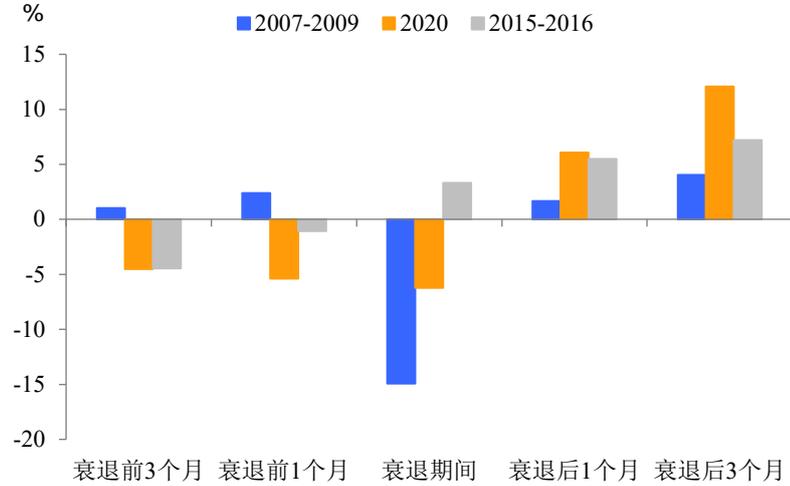
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 沪深300指数在美国衰退前后的表现



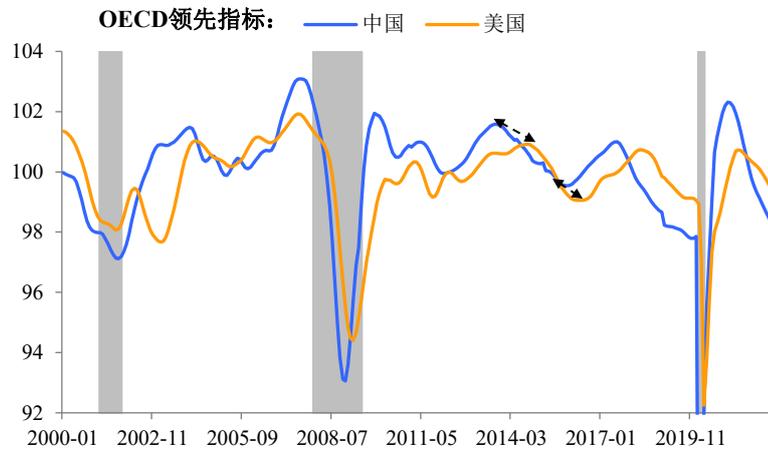
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 南华商品指数在美国衰退前后的表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

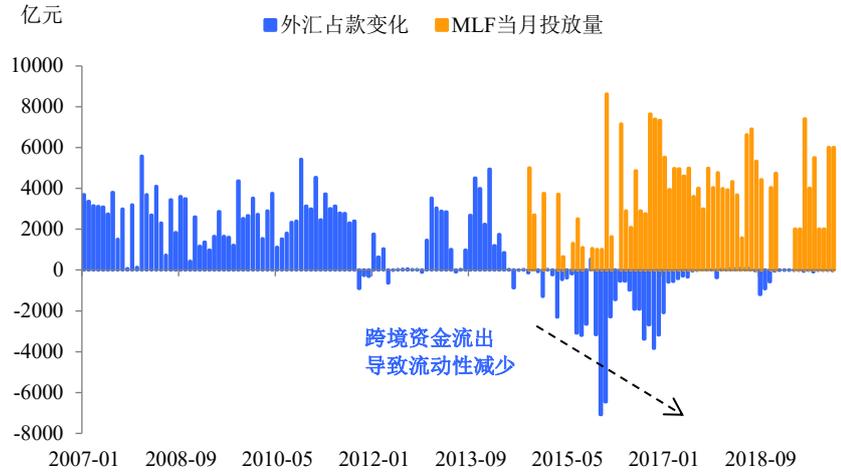
图6: 2008年之后中美经济周期出现明显错位



注: 阴影部分为美联储官方认定的美国经济衰退期

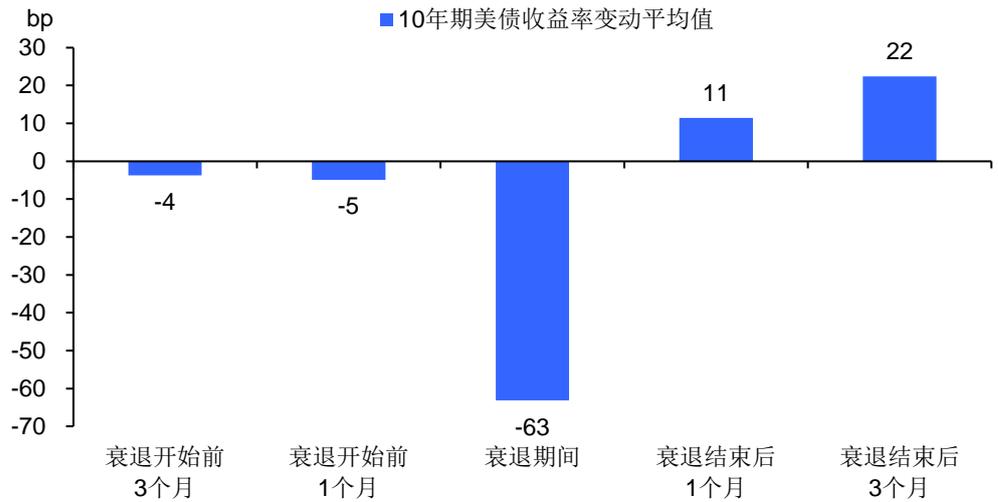
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2015年之后中国货币投放方式出现由外而内的转变



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

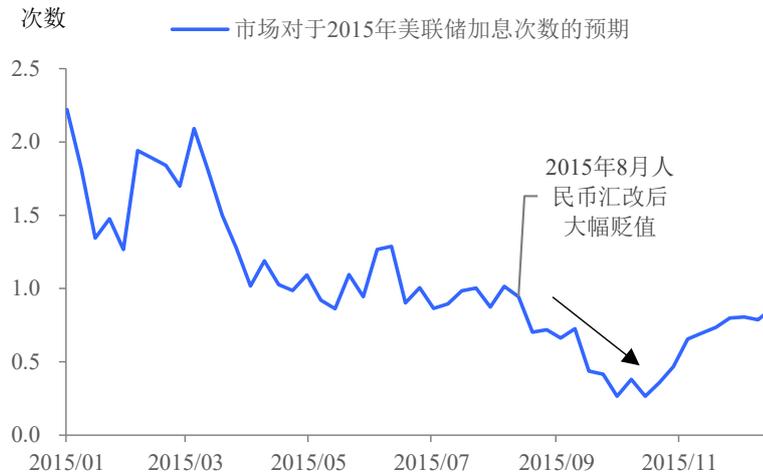
图8: 美国经济衰退前后 10 年期美债收益率的变动情况



注: 自 1969 年以来 8 轮美国经济衰退的均值

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 2015年8月至10月美联储货币政策预期大幅转鸽



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 2007至2008年美国衰退前后我国股市板块表现 Top 10

衰退前3个月		衰退期间		衰退后3个月	
板块	收益率 (%)	板块	收益率 (%)	板块	收益率 (%)
通信	20.98	电力设备	-11.85	美容护理	16.31
食品饮料	13.68	医药生物	-17.07	医药生物	10.36
美容护理	12.49	房地产	-19.43	汽车	9.09
电力设备	8.87	农林牧渔	-23.17	国防军工	8.63
农林牧渔	7.94	煤炭	-23.69	食品饮料	7.93
计算机	7.87	家用电器	-25.20	家用电器	6.17
医药生物	5.56	建筑材料	-28.24	通信	3.52
基础化工	3.58	建筑装饰	-28.24	基础化工	3.38
建筑装饰	3.16	计算机	-28.50	电力设备	2.73
银行	2.21	银行	-28.72	轻工制造	2.72

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2015至2016年美国衰退前后我国股市板块表现 Top 10

衰退前3个月		衰退期间		衰退后3个月	
板块	收益率 (%)	板块	收益率 (%)	板块	收益率 (%)
美容护理	0.74	银行	-8.75	食品饮料	15.67
环保	0.11	煤炭	-9.61	非银金融	13.19
汽车	-1.23	房地产	-10.15	有色金属	12.57
综合	-2.34	美容护理	-10.57	电子	12.51
商贸零售	-2.84	家用电器	-11.63	银行	10.66
银行	-2.91	社会服务	-12.63	汽车	9.75
计算机	-2.99	有色金属	-13.31	家用电器	9.23
医药生物	-3.00	农林牧渔	-13.94	电力设备	8.51
轻工制造	-3.40	食品饮料	-13.96	纺织服饰	7.03
纺织服饰	-3.61	建筑材料	-17.04	机械设备	7.02

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2020年美国衰退前后我国股市板块表现 Top 10

衰退前3个月		衰退期间		衰退后3个月	
板块	收益率 (%)	板块	收益率 (%)	板块	收益率 (%)
电子	32.30	食品饮料	13.29	社会服务	93.71
计算机	28.32	美容护理	11.84	医药生物	41.04
通信	21.97	农林牧渔	10.95	美容护理	39.28
传媒	16.74	社会服务	9.96	食品饮料	38.31
综合	15.92	建筑材料	9.28	电力设备	37.38
电力设备	15.70	医药生物	6.68	电子	36.65
建筑材料	15.35	商贸零售	5.95	国防军工	35.65
汽车	12.36	电力设备	1.14	有色金属	34.67
有色金属	11.48	建筑装饰	1.06	传媒	31.46
医药生物	11.44	钢铁	0.88	基础化工	29.87

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

